

エクイティ・ファイナンスを行う際における MS ワラントと公募増資の選択

報告者：姚智華

MS ワラントとは、行使価格修正条項付き新株予約権の略称であり、名前の通り新株予約権に行使価格修正条項を付したものである。新株予約権とは、権利発行企業の株式を一定の行使期間内にあらかじめ定められた行使価格で当該企業から取得できる権利をいう。行使価格修正条項が付くことにより、新株予約権の行使価格は一定ではなくなり、株価と連動するよう修正されていく。MS ワラントの行使価格は、権利行使を請求する度に、請求日直前の取引日の終値の 90%から 93%に修正されることが多い。

先行研究によれば、MS ワラントの行使により発行された株式は最終的に不特定多数の個人投資家に行き渡るため、MS ワラントによる資金調達は間接的な公募増資とみなされる。本研究では、どのような企業が公募増資より MS ワラントによる資金調達を愛好するのか、その理由は何かを明らかにしている。検証する仮説は以下の二つである。第一に、ラストリゾート仮説であり、MS ワラント発行企業は公募増資を行う企業に比べ、情報の非対称性が深刻で、企業業績が悪い。そのため、公募増資を行うことができず、MS ワラントを最後の資金調達手段として用いる。第二に、資金調達コスト仮説であり、公募増資などの伝統的なエクイティ・ファイナンスの資金調達コストは、業績不振の企業、情報の非対称性が深刻である企業ほど高くなる。一方、MS ワラントの資金調達コストは企業の特性と無関係である。なぜなら、MS ワラントの行使価格は、時価を一定程度下回る価格に設定されているためである。資金調達コスト仮説においては、企業は資金調達コストを最小化するように公募増資と MS ワラントを使い分ける。

資金調達コスト仮説を検証するためには、発行企業が仮に他の資金調達方法を選択した場合の資金調達コストを知る必要がある。しかしながら、選択されていない資金調達方法の資金調達コストは観察できないため、選択されていない資金調達方法のコストを予測する必要がある。これまでの先行研究では、OLS を用いてコストを予測してきた。しかし、近年における機械学習の台頭により、機械学習の手法を用いてコストを予測することが可能となった。本研究では、ランダムフォレスト、ニューラルネットワーク、OLS の 3 つの予測精度を比較し、最も予測精度の高いものを用いて資金調達コストを予測している。

検証の結果は、両方の仮説と整合的な結果が得られた。具体的には、MS ワラント発行企業が公募増資企業より情報の非対称性が深刻で、企業業績が低いことが明らかとなった。この結果は、ラストリゾート仮説と整合的である。一方で、このような企業は、公募増資を行う際に引受先からより高いディスカウントが要求される。しかし、MS ワラントのディスカウント率は、発行企業の特性と無関係である。したがって、発行企業は自身の企業の特性に鑑み、MS ワラントと公募増資の資金調達コストの低い方を選択する。すなわち、ラストリゾート仮説は資金調達コスト仮説に部分的に媒介されていると解釈される。